

对债转股中“非理性行为” 的理性思考

卢贤义

(厦门大学管理学院 企业管理系, 福建 厦门 361005)

摘要: 债转股中, 各利害关系人的行为表面上看是非理性的, 但在进一步分析下, 又都是理性行为。债转股企业的评审与评审后的经营管理是债转股成败的关键。

关键词: 债转股; 资本成本; 经济人

中图分类号: F271

文献标识码: A

文章编号: 1002-2252(2000)06-0015-04

Rational Analysis of “Non-rational Behavior” in Transforming Debt to Equity

LU Xian-yi

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: It seems being non-rational for related beneficial person to transform debt to equity, however, all of them are rational if we analyze deep. The key to transforming debt to equity is how to appraise and define transforming debt to equity enterprises, and how to operate and manage them.

Key words: Transforming debt to equity; Capital cost; Rational man

1 引言

“经济人”假设是经济学和管理学中的基本假设, 假设的基本内容是: 人是理性的, 人的所作所为都在谋求自身的利益最大化。从不同层面来看, 理性的“人”(包括自然人、企业、集团和国家)都在谋求自身的利益最大化、企业价值最大化、国家或集团利益最大化。

“债转股”制度的出台为银行处理不良资产、化解金融风险, 为国有企业改善财务状况与扭亏解困提供了新的思路。债转股中各利害关系人如国有企业、债权人(银行)和国家的许多行为表面上看都是非理性的, 但深入地分析之后, 又都是理性行为。

2 债转股中利害关系人非理性行为

2.1 国有企业的非理性行为

主要表现在企业不利用高负债下的低资本成本, 高财务杠杆的作用, 反而愿意实施债转股, 接受低负债的高资本成本。

我们都知道, 各国法律都有类似的规定: 股东对企业的剩余索取权顺序都列在债权人之后。表现在: 一方面, 企业的经营收益在支付了债权人的投资所要求的收益之后, 若仍有剩余, 剩余部分由股东所有; 另一方面, 如果企业依法破产, 对企业清算所得破产财产, 首先履行对债权人的义务, 然后才在股东之间进行分配。而企业破产时, 一般地, 企业破产财产远小于企业负债, 无法偿还债权人的债务, 股东根本不可能分享到破产财产。因此, 企业股权人的投资风险大于债权人的投资风险, 根据风险收益原则, 股权人必然要求比债权人更高的收益率。对企业而言则股权成本大于债权成本。债转股企业具有高负债率特征, 某些企业甚至达到百分之一百多, 如北京水泥厂, 债转股前, 资产为 9.67 亿元, 而负债高达 11.35 亿元, 负债比率达到 117.4%。高负债比率意味着高财务杠杆, 对一般企业而言, 高财务杠杆意味着更高的收益。债转股, 把企业外部对企业的债权

收稿日期: 2000-09-09

作者简介: 卢贤义(1974-), 男, 湖南省隆回县人, 现为厦门大学管理学院企业管理 98 级研究生, 研究方向: 企业理财。

转化为对企业的股权,把低成本的资本转化为高成本的资本金,提高了企业的综合资本成本。根据传统的资本结构理论,企业存在最佳的资本结构,在最佳的资本结构下,企业有低的综合资本成本和最大化的企业价值。企业债转股,提高企业的综合资本成本,降低负债比率,弱化财务杠杆作用,企业的债转股行为似乎是非理性的。

2.2 债权人的非理性行为

国有企业的债权人主要是国有商业银行。实行债转股的债也主要是国有商业银行的不良债权。如1999年9月份先后与信达资产管理公司签定债转股协议的北京水泥厂、宝钢集团梅山公司、贵溪化肥厂、泰山复合材料厂,在实行债转股后,负债比率都大幅度下降。北京水泥厂的负债比率由117.4%降为32.8%,宝钢集团梅山公司的负债比率由76.52%降为38.51%,贵溪化肥厂的负债比率由89.25%降为26.38%,泰山复合材料厂的负债比率由80%降为25.5%。信达资产管理公司主要是为处理建设银行的不良资产而设立的机构,其签定债转股协议中的债是建设银行对企业的债权。在签定债转股协议之后,企业的负债比率大多下降了50%~60%,对商业银行的贷款在债转股企业中资产的份额由此可见一斑。

债权人对企业的债权,往坏处想,企业将来经营仍然不好,在企业达到了破产条件时,可向法院申请,要求企业破产。若企业破产,依法律规定,债权的清偿顺序优于股权清偿,债权人能或多或少的从企业的破产财产中分到一杯羹。但是商业银行把这部分不良债权剥离出来交由资产管理公司管理,变成资产管理公司的股权,股权的清偿顺序列于债权的清偿之后,很可能连残羹冷炙都分不着,那么资产管理公司照样无钱偿还对商业银行的债务,商业银行的不良资产变成了坏账。此种情况下,实施债转股,作为最大债权人的商业银行从能收回一点本利到根本无法收回本利,似乎也是非理性的。

往好处想,若企业将来的经营效益趋好,由亏损变成了盈利,企业偿还债权人的本利不成问题,商业银行对企业的不良债权转化为优质债权,何又来债转股这一措施,岂不是多此一举?而且,商业银行把不良债权转让给资产管理公司时,会给予一定的折扣,折价出售不良债权,这对债权人也是不利的。

由上可知,作为债权人的商业银行实行债转股也似乎是非理性的。

2.3 国家的非理性行为

国有企业,是国家所有的企业,或是由国家所有的企业的控股企业。国家是国有企业的单一股东或最大股东。股东在企业的利益的综合指标是股东权益收益率(ROE)。根据杜邦分析法,股东权益收益率又可分解成销售净利率、资产周转率和权益乘数。

权益乘数是反映负债状况的比率,反映企业利用财务杠杆作用经营的程度。对一般企业而言,在其他条件不变的情况下,负债比率越高,权益乘数越大,股东权益收益率越大。债转股的实施降低了负债比率,降低了权益乘数,也似乎是降低了股东权益收益率。作为股东的国家,出台债转股,降低自己的收益,这似乎也是非理性的。

另外,成立资产管理公司,既要财政出资,为资产管理公司提供资本金来源,而且有可能,因资产管理公司为筹集营运资金而通过财政部为其提供担保。如去年相继成立的信达、华融、东方、长城四大资产管理公司,分别由财政部代表国家向每家公司出资100亿资本金,共计400亿元。资产管理公司的工作重点之一就是债转股。根据国外债务重组的经验(如美国)和债转股的经验(如波兰),象资产管理公司这类公司,不仅在成立时依赖财政补贴,而且在营运和解散时也离不开财政的政策和资金支持。

也就是说,债转股的实行,似乎使国家降低了作为股东身份的利益,而且增加了财政补贴的支出,似乎国家的行为也是非理性的。

3 对债转股中非理性行为的理性分析

3.1 对企业的非理性行为的分析

在使用西方的资本结构理论时,要注意我国国有企业的实际情况。首先,债权资本成本的实际情况。西方发达国家企业的负债筹资形式多种多样,债权人要求的债权投资回报因具体企业具体项目而定,对高风险企业高风险项目,债权人要求更高的收益率,对企业而言,则有更高的债权资本成本。我国则不同,国有企业的负债主要是银行借款,银行与企业之间的借贷利率是法定利率,由国家统一规定,银行与企业无协商的余地。无论是好项目还是差项目,只要银行与企业愿意借贷,都统一实行国家规定的法定利率。所以,国有企业的借款成本都是一成不变的,并不因负债率的高低而变化。负债比率为0的借款成本和负债比率为1的借款成本没什么区别。而且,我国政府根据我国的实际情况连续7次调低利率,在通货紧缩之前,银行的贷款利率甚至低于通货膨胀率,对企业而言,实际支付的利率是负值。在通货紧缩期,尽管实际利率变为正值,但也是相当低的。其次,亏损国有企业的股权资本成本情况。股权资本成本只有在进行实际的股利分配时才发生。在筹资前的股权资本成本是通过测算而来,并不是实际发生的成本。对亏损企业而言,净利润为负值,一般不能进行股利分配,无所谓股权资本成本,即零股本成本。在我国,国有股本的零成本使用是非常普遍的。因此,我国的实际情况是,尽管某些企业的借款利率是低利率甚至负利率,但相对零成本的股权成本而言,企业的债权成本不是低于股权

成本,而是高于股权成本。因为,企业借款利率很低,但必须支付银行的利息,有一笔实实在在的现金流出,或者一笔实实在在的负债增加。对亏损企业而言,有实际发生的债权成本而无实际发生的股权成本。所以,短期来看,债权成本大于股权成本。这样,我们就不难理解企业的债转股行为了。亏损企业实行债转股,降低了企业“高成本”的负债比例,增加了企业零成本的股权资本比例,降低了综合资本成本,减少了实际的资本成本的支出。

另外,在资产收益率大于负债成本时,财务杠杆的使用有利于增加企业的税后收益,提高企业价值。但在资产收益率小于负债成本时,使用财务杠杆却是加剧了企业的亏损,此时减少企业负债在资产中所占比例,则弱化了财务杠杆的副作用。债转股的实施即是后一种情况。

当然,在此分析的只是一种短期行为,而且针对的是亏损企业。从长远来看当企业债转股后,经营效益好转时,从亏损状态变成了盈利,股权资本成本大于债权资本成本,有必要设置好企业的最佳资本结构,并综合考虑破产成本,使企业价值最大化。

3.2 对国有银行的非理性行为的理性分析

国有银行作为企业的主要债权人,在企业破产时清偿率是相当低的。根据中国工商银行企业破产课题组在1997年的研究表明,1995年和1996年涉及的工行的贷款企业的破产终结数高达5 128户,涉及贷款本息共280.6亿元,法院终裁给工行的受偿额41.8亿元,受偿率仅为14.9%。

对企业实施债转股,银行对企业的债权转化为对资产管理公司的债权。由于资产管理公司成立和经营时的特殊性,即使资产管理公司进行破产清算,银行的债权清偿率也不会比破产企业的清偿率低多少。若资产管理公司经营好,在存续期完成了目标进行解散,那么银行对资产管理公司的债权清偿率将接近100%(扣除银行与资产管理公司的债权转让时的折扣)。

而资产管理公司经营好是可能的。成为债转股的条件是非常苛刻的,除明文规定的5个条件外,还应达到诸如必须亏损等隐性条件。许多债转股企业,在债转股前是亏损企业,债转股后便能立竿见影,近期甚至当期便能扭亏为盈,如北京水泥厂,1999年债转股后,2000年便能盈利2 000万元以上;宝钢集团梅山公司1999年债转股后,2000年预计盈利1亿元以上,2003年股权收益率预计将达到6%。尽管其中利润很大一部分是因少交利息转化而来,但实施债转股,采用现代的企业制度管理,资产管理公司参与经营决策,提高了经济效益,畅通了企业的融资渠道,优化了企业的投资决策,对扭亏解困也起了很大的作用。采用现代企业制度,是债转股的根本目的,也是大多国有企业真正走出困境的

法宝。若资产管理公司、银行在债转股的评审过程中把好关,并切实做好债转股的改制工作,大多数债转股企业是能扭亏解困的。企业经营效益变好,资产管理公司的日子也就好过多了,完成消化银行不良资产的任务不成问题。

若不进行债转股的企业,能走出困境,它必定是符合债转股条件的,实施债转股,减轻它的巨大财务费用支出的压力,将能更早的走出困境。而许多债转股企业,因过度的负债而引起的过于沉重的财务费用支出,是很难走出困境的。

因此,总的说来,国有银行愿意实施债转股,利大于弊,其行为是理性的。

4 国家的非理性行为分析

国家作为国有企业的股东,只是国家的诸多角色中的一个。国家即是国有企业的股东,同时又是行政管理者、制度设计者和实施者等众多角色。国家是统治阶级进行阶级统治的工具,国家制度选择、国家机构设计与运作都是为谋求统治阶级利益最大化。资本主义国家力求资产阶级的利益最大化,社会主义国家力求全国民的利益最大化。债转股,国家作为微观上的企业股东,利益短期内可能受损。但从宏观角度上看,国有企业、国有商业银行、资产管理公司都是国家所有,三者之间的债权与股权的转换,如同一个人把钱从左口袋拿入右口袋,并不影响国有资产总规模。其次,债转股企业大多是亏损企业,国家作为股东是有“名”没“份”,并不能享受到股利分红。利改税以前国家还能从这些企业的上缴利润中享受到企业经营所得的好处,利改税以后,因为是亏损企业,并不交纳企业所得税,更不用说从企业的净利润中分到股利。所以国家名义上是股东身份,并不真正享有一般企业中的股东身份的好处。

另外,国家作为股东在追求股东利益最大化时,还要承担许多社会责任,诸如破产成本的支出。许多符合条件的债转股企业,大量的债务到期,到达破产条件时,依照破产法,由债权人、债务人任何一方申请,企业应该破产。国有企业破产无疑将给政府带来巨大的压力,如现就职员工的安置问题、离退休职工的保险福利问题,以及破产企业破产后给当地经济所带来的负面影响等,无论是直接支出,还是间接支出,破产成本是相当大的。若符合条件的企业进行债转股,前面已经论及过,这部分企业许多是能够扭亏解困。企业从亏损到盈利,从直接收益来看,国家作为股东的身份,可以而且能够参与分红,并不再是有名没份,而是有名有份了。作为行政管理者身份,企业盈利,企业在法定年度里弥补亏损之后,能够而且应该交纳企业所得税,这增加了国家的财政收入。从间接效应来看,企业债转股,缓解了企业的破产压力,破产概率减少,减少了破产成本的支

出。企业实施债转股,采用现代企业制度,经营效益变好,缓解了银行的金融风险,使金融资产管理公司尽早完成目标任务并进行解散清算成为可能,这相应也减少了国家社会成本的支出。债转股企业是国有重点大中型企业,一般在当地经济中占有举足轻重的地位,在经济效益变好后,将带动地方经济的发展,其辐射效应带来的好处也是不可估量的。

进行改革,必然会发生改革成本,但评价一项改革制度的出台,应从改革所带来的收益和支出成本上综合考虑。综合权衡国家在债转股中的收益与成本,其债转股的行为也是理性的。

5 结论与建议

我们在对债转股中各利害关系人的非理性行为的理性分析中看到,相关人的行为是理性的前提条件是:债转股企业在债转股时已陷入困境,而债转股并对企业进行一定的“手术”之后,经营效益将能够变好。否则,无论企业银行还是国家的行为都是非理性的,各利害关系人将付出巨大的代价,债转股也将以失败而告终。这表明:企业的营运现状及将来的营运状况是债转股成败的关键因素。因此,笔者认为,做好债转股企业的评审工作和债转股后企业的经营管理工作是债转股成功的关键。具体如下:

(1) 严格把关,作好债转股企业的评审工作。债转股企业是由经贸委推荐、由资产管理公司和银行评审确定的。因此债转股企业至少要进行两次评审工作,即经贸委的初审、资产管理公司和银行的细审。某些国有企业,已不适应市场经济的发展,不利于国家的产业结构调整,也确实没有多少“前途”,对这类企业,长痛不如短痛,割痈除患,应依法破产。经贸委、资产管理公司、银行对这类企业应明察秋毫,决不容许它们进入债转股企业的行列。否则将支出更多的破产成本。对于那些确实符合条件的,即有市场、有技术、有好的管理人员等的企业,是因过度负债而陷入财务困境的,应尽早尽快实行债转股。必要时,银行可以为企业再次注入资金,增加企业的活力,融通企业的投融资渠道,帮助企业早日脱困。这类企业,给予一定的外部环境是能够而且容易脱困的。因此,把好债转股企业的评审关,是债转股制度实施成功的重要环节,也是工作的重点之一。

(2) 作好债转股企业的改制工作。债转股企业首先进行资产评估,对企业内部各部门或合并或剥离,签定债转股协议,重新注册组建新的公司,在新的公司建立现代企业制度。建立现代企业制度,使原国有企业真正成为社会主义市场经济的弄潮儿,是对企业进行债转股的根本目的。新公司股权结构因具体公司的实际情况而异,但都有一个共同的特点,即新股东——资产管理公司所占的股权比重相当大,资产管理公司是新公司中的大股东。现代企

业制度的最大特色是所有权与经营管理权相分离,股东参与企业的重大决策,在股东大会的基础上产生的董事会委托企业管理层对企业进行经营管理。资产管理公司作为新公司的大股东,参与公司的重大决策,应与公司其他股东通力合作,切实做好企业的改制工作,从根本上解决债转股企业的问题。

(3) 债转股企业应充分利用已有的内外部条件,提高企业的生存能力与发展能力。债转股企业陷入困境的直接原因是负债比重过大,过度的负债严重威胁了企业的生存。巨大的债务负担带来的巨大的生存压力,使企业较少考虑或根本无暇考虑企业的发展,这使企业进入了一种恶性循环。企业债转股后,负债比率大幅度减少,企业的长期偿债能力大大加强。企业利用已改善的财务状况,设置好最佳的资本结构,控制企业的负债比例,并构建好企业合理的长短期负债结构,保持企业合理的长短期偿债能力,以防止因过度负债而威胁企业的生存。债转股企业陷入困境的较深层次原因是资产运营效率低下,资产盈利能力低。若企业的资产盈利能力强,资产收益率(ROA)高,大于负债成本,那么企业经营者不是抱怨负债太高了,而是太低了,充分利用中国低的固定的负债成本(主要指银行借款),高的资产收益率将给企业带来更大的收益。资产盈利能力低,有“人”的因素,也有“物”的因素。“人”的因素是因制度等各方面的原因造成职员未充分利用自己的能力为企业服务,未充分利用资产的效能而使资产盈利能力低。“物”的因素是企业以前对诸多资产的投资本身就是欠妥的,因为已投资资产的先天性的不足,致使资产盈利能力低。面对企业盈利能力低下的问题,企业的当务之急是寻找盈利能力不足的原因,对症下药:若是“人”的因素,应建立和健全企业的激励机制,激发人的积极性;若是“物”的因素,则应尽可能的挖掘资产的效能,尽早尽量收回投资,减少沉没成本的支出。无论是“人”的因素还是“物”的因素,企业都应做好长远规划,做好资产项目的评估工作,为企业的未来盈利能力做好准备。

有良好的偿债能力和盈利能力,做好长远规划,融资渠道便能畅通,企业的资金则能进入良性循环,企业就能走出困境并真正地走向健康经营之路。

参考文献:

- [1] 孙勇. 债转股大幕初启[J]. 资本市场, 1999, (11).
- [2] 张春霖. 论国有企业的负债问题[J]. 改革, 1996, (1).
- [3] 张春霖. 国有企业改革与国家融资[J]. 经济研究, 1997, (4).
- [4] 中国工商银行破产课题组. 关于企业破产问题的调查报告[J]. 经济研究, 1997, (4). □